

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 93

avril 2016

EXPERTISES INDEPENDANTES : LA COTE DES METHODES D'EVALUATION

L'évaluation d'une entreprise a pour objectif de répondre à la question « combien vaut cette entreprise ? », généralement dans un contexte de négociation. Afin d'y apporter une réponse suffisamment solide, la pratique couramment admise conduit les évaluateurs à adopter une démarche de valorisation, dite multicritères, consistant à appliquer différentes méthodes d'évaluation à une même entreprise. Dès lors que le prix, qui résulte de la confrontation de l'offre et de la demande, est susceptible de s'éloigner d'une valeur objective, l'approche d'évaluation multicritères permet de déterminer une plage de valeurs, d'analyser les écarts et d'éliminer, le cas échéant, les valeurs et/ou les méthodes non pertinentes.

Quelles sont les méthodes utilisées par les évaluateurs ? Quelles sont les méthodes privilégiées ? Et pourquoi ? Telles sont quelques-unes des questions auxquelles se propose de répondre le présent article. Pour ce faire, nous nous sommes appuyés sur les rapports d'expertise indépendante (disponibles sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers [AMF], www.amf-france.org) établis dans le cadre d'offres publiques ; ces rapports fournissent, selon nous, un bon panorama des pratiques existantes en matière d'évaluation.

METHODES RETENUES PAR LES EVALUATEURS

Afin d'avoir une idée précise des pratiques, nous avons exploité l'ensemble des 67 rapports d'expertise indépendante établis entre janvier 2014 et décembre 2015. Après avoir exclu ceux relatifs aux sociétés foncières et aux sociétés coquilles, au nombre de 11, nous avons analysé 56 rapports d'expertise indépendante.

Nos travaux mettent en évidence l'utilisation régulière de 8 méthodes, à titre principal ou secondaire¹, par les experts indépendants :

- 1) la référence au cours de bourse, soit le cours de bourse spot ou le cours moyen pondéré par les volumes calculé pour différentes périodes (s'étalant de quelques jours à un an) ;
- 2) l'approche par les flux, correspondant généralement à la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible², fondée sur la capacité bénéficiaire de l'entreprise évaluée (méthode dite intrinsèque) ;
- 3) la méthode des comparables boursiers, méthode de valorisation analogique consistant à calculer la valeur d'entreprise par application des multiples implicites issus d'un échantillon de sociétés cotées dites comparables aux soldes intermédiaires de gestion (SIG) jugés pertinents par l'évaluateur ;
- 4) la méthode des transactions comparables, méthode de valorisation analogique consistant à calculer la valeur d'entreprise par application de multiples implicites issus de transactions portant sur des sociétés dites comparables aux SIG jugés pertinents par l'évaluateur ;
- 5) la référence à des transactions sur le capital, soit le prix explicite ou implicite résultant d'une opération récente portant sur le capital de l'entreprise évaluée ;

¹ Des différences significatives entre plusieurs méthodes utilisées à titre secondaire ne permettent pas de conclure sur la valeur. Les méthodes retenues à titre secondaire sont généralement utilisées afin de conforter les résultats issus des méthodes retenues à titre principal.

² *Discounted Cash Flows* (DCF).

- 6) la référence à l'actif net comptable (ANC) / actif net réévalué (ANR), soit le montant des capitaux propres comptables s'agissant de l'ANC ou le montant des capitaux propres réévalués s'agissant de l'ANR ;
- 7) la référence aux objectifs de cours des analystes financiers, soit la moyenne des objectifs de cours des analystes qui suivent l'entreprise évaluée ; et
- 8) l'approche par la somme des parties, correspondant à la somme des valeurs contributives de chacune des activités de l'entreprise évaluée ; cette approche est particulièrement adaptée pour les holdings.

PANORAMA DES PRATIQUES

Les deux tableaux ci-dessous présentent les résultats issus de l'analyse des méthodes d'évaluation utilisées par les experts indépendants dans le cadre d'offres publiques :

	Cours de bourse	Approche par les flux	Comparables boursiers	Transactions comparables
Méthode utilisée (nombre de fois)	51	54	46	23
A titre principal	30	53	25	9
A titre secondaire*	21	1	21	14

* A titre secondaire, de recoupement, illustratif ou pour mémoire

	Transactions sur le capital	ANC / ANR	Objectif des analystes	Somme des parties
Méthode utilisée (nombre de fois)	30	9	17	2
A titre principal	26	5	7	2
A titre secondaire*	4	4	10	0

* A titre secondaire, de recoupement, illustratif ou pour mémoire

Ces deux tableaux appellent les commentaires suivants :

- les trois méthodes les plus souvent retenues sont, par ordre décroissant, l'approche par les flux (DCF), la référence au cours de bourse et la méthode des comparables boursiers ; elles sont utilisées respectivement dans 96%, 91% et 82% des cas.
- les trois méthodes les moins souvent retenues sont, par ordre croissant, la somme des parties, l'actif net comptable/réévalué et l'objectif de cours des analystes financiers ; elles sont utilisées respectivement dans 4%, 16% et 30% des cas.
- l'approche par les flux est utilisée à titre principal de manière quasi-systématique, soit dans 98% des rapports d'expertise indépendante retenant cette approche.
- la référence au cours de bourse et la méthode des comparables boursiers sont utilisées de manière majoritaire à titre principal, soit dans respectivement 59% et 54% des rapports d'expertise indépendante retenant ces approches.
- la référence à des transactions portant sur le capital, quatrième approche la plus souvent retenue (53%), est très majoritairement utilisée à titre principal, soit dans 87% des rapports d'expertise indépendante retenant cette approche.

En complément des commentaires précédents, il convient de noter que :

- la référence au cours de bourse est retenue à titre secondaire dès lors que le flottant est étroit et/ou que rotation du capital est faible.

-
- la méthode des comparables boursiers est retenue à titre secondaire dès lors que les sociétés sélectionnées n'apparaissent pas suffisamment pertinentes en termes de taille, d'activité et de risque.
 - la référence à des transactions sur le capital, le plus souvent à titre principal, est une approche très largement utilisée par les experts indépendants ; son absence reflète l'inexistence de telles transactions.
 - dès lors qu'une action n'est pas couverte par un nombre suffisant d'analystes financiers, la référence aux objectifs de cours n'est retenue qu'à titre secondaire.
 - enfin, les commentaires des experts indépendants mettent en évidence que la référence à l'ANC/ANR est un indicateur de faible significativité (sauf pour les sociétés foncières).

INTERPRETATION DES RESULTATS

Les développements qui précèdent mettent en évidence que, dans une approche d'évaluation multicritères, l'utilisation d'une méthode intrinsèque (par exemple la méthode DCF), à titre principal, constitue un passage obligé. A cet égard, l'absence de business plan fourni par le management de la société évaluée ne disqualifie pas pour autant cette méthode.

Pour les sociétés cotées, le cours de bourse est une référence qui s'impose dans tous les cas, au moins à titre secondaire. Le cours de bourse, qui résulte de la confrontation de l'offre et de la demande, permet d'approcher le prix, alors que les méthodes d'évaluation intrinsèques permettent d'appréhender la valeur. La référence aux transactions sur le capital de la société évaluée permet également d'approcher le prix pour autant qu'il existe des transactions, qu'elles soient suffisamment récentes, qu'elles soient le fait de participants du marché et qu'elles portent sur une part significative du capital.

De leur côté, les méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables) permettent également d'approcher le prix de marché par analogie avec celui résultant d'opérations portant sur des sociétés similaires. La méthode des comparables boursiers est très régulièrement utilisée par les experts indépendants, même si cela est souvent à titre secondaire ; sa mise en œuvre est généralement rendue délicate, principalement en raison de la difficulté à sélectionner un échantillon de sociétés comparables cotées pertinent.

En synthèse, l'évaluation type d'une société cotée selon une approche multicritères comporte les 4 méthodes suivantes : DCF, à titre principal, référence au cours de bourse, à titre principal ou secondaire, comparables boursiers, à titre principal ou secondaire, et référence aux transactions sur le capital, à titre principal.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com